

[Thực phẩm – đồ uống]

26 tháng 10, 2021

Công ty cổ phần Nafoods

(HOSE: NAF)

Bay cao nhờ EVFTA

MUA
(Báo cáo lần đầu)
GIÁ MỤC TIÊU:
VND 35.800
(Upside: +23,4%)

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Nguyễn Tiến Đức, duc.nt@miraeeasset.com.vn

Khuyến nghị và định giá

- Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho cổ phiếu NAF với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 35.800 đồng. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp P/E với hệ số 22.0x (Trung bình lịch sử 1 năm) áp dụng trên EPS điều chỉnh năm 2022.

Quan điểm đầu tư

- NAF là nhà sản xuất nước ép chanh leo cô đặc lớn nhất Việt Nam và chiếm 7% thị phần nước ép chanh leo toàn cầu. Bên cạnh đó, mảng hoa sản xuất hoa quả sấy khô, sấy dẻo của công ty cũng đang phát triển rất nhanh chóng sau khi được đưa vào kinh doanh từ năm 2020.
- NAF mới đây công bố kết quả DT và LNST Q3/2021 khả quan, đạt 412 tỷ đồng và 20,5 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng 48% và 52% so với CK. Đây là mức tăng trưởng cao trong điều kiện các nhà máy của công ty buộc phải thực hiện cách ly từ cuối tháng 7/2021 do ảnh hưởng của làn sóng Covid-19 lần thứ tư tại Việt Nam.
- Tính chung 9T2021, NAF đã đạt tổng DT, LNST lần lượt là 1.205 tỷ đồng và 61 tỷ đồng với mức tăng trưởng 32% và 19,1% so CK. Hoàn thành tương ứng 80% kế hoạch DT và 80% kế hoạch LNST 2021. Biên LNR 9T2021 giảm nhẹ 0,6 điểm phần trăm so CK xuống 5.0% do các chi phí gia tăng liên quan đến phòng chống dịch bệnh và vận tải. Ước tính, cả 3 nhóm sản phẩm chính của NAF đều có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong 9T2021. Trong đó, sản lượng tiêu thụ nước ép tăng 37%, sản phẩm sấy tăng 10% và cây giống tăng 45% so CK nhờ nhu cầu thế giới phục hồi sau khi vaccine Covid-19 được phổ biến trên toàn cầu.

Dự phóng KQKD 2021-22

- Năm 2021, chúng tôi dự phóng NAF sẽ đạt mức DT và LNST lần lượt 1,574 tỷ và 81 tỷ đồng với mức tăng trưởng tương ứng 30,9% và 32,1% so CK. Sản lượng tiêu thụ của tất cả 3 nhóm sản phẩm đều được dự phóng có sự tăng trưởng mạnh nhờ hiệu ứng phục hồi hậu COVID-19 với các sản phẩm nước ép dự phóng tăng 35%, sản phẩm sấy tăng 22% và cây giống chanh leo tăng trưởng 38%.
- Năm 2022, các nhóm sản phẩm của NAF tiếp tục được dự phóng đạt mức tăng trưởng cao (từ 10% đến 23% so CK) trên cơ sở thị trường Châu Âu, Mỹ tiếp tục phục hồi và kỳ vọng thị trường Trung Quốc được mở cửa lại. DT và LNST dự phóng đạt 1.958 tỷ (+24,4% so CK) và 112 tỷ đồng (+38,5% so CK) nhờ giá bán dự báo cải thiện. EPS điều chỉnh 2022 được dự phóng ở mức 1.626 đồng, cao hơn 32,4% so với CK.

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (22/10/2021, VND)	29,000	Vốn hóa (Tỷ đồng)	1,332
Lợi nhuận ròng (21F, Tỷ đồng)	59	Số CP lưu hành (Triệu CP)	59,9
Tăng trưởng LNR (21F, %)	32.1	Tỷ lệ lưu hành tự do (%)	44.7
Tăng trưởng EPS (21F, %)	34.5	Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	7.3
P/E cơ bản hiện tại (TTM, x)	20.5	Hệ số Beta (12M)	0.6
P/E cơ bản forward 2021 (x)	17.3	Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,800
P/E thị trường hiện tại (x)	16.0	Cao nhất 52 tuần (VND)	34,300

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-6.3	-5.9	46.8
Tương đối	-12.5	-11.5	-15.5

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính (31/12)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1,042	1,203	1,574	1,958	2,333
EBIT (Tỷ đồng)	85	111	118	154	188
Tăng trưởng EBIT	41%	31%	6%	31%	23%
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	48	61	81	112	146
EPS cơ bản (đồng)	1,186	1,340	1,672	2,083	2,583
LN ròng điều chỉnh (Tỷ đồng)	30	42	59	87	118
EPS điều chỉnh (đồng) (*)	735	913	1,228	1,626	2,087
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	N/A	24.1%	34.5%	32.4%	28.4%
ROE%	7.0%	8.2%	9.7%	11.8%	13.4%
ROA%	3.8%	4.0%	4.6%	5.8%	7.0%
Cổ tức/mệnh giá (%)	0%	0%	0%	0%	0%

Ghi chú: Lợi nhuận ròng điều chỉnh là LNST trừ trích lập các quỹ và chi phí cổ phiếu ưu đãi

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hưởng lợi trực tiếp từ đòn bẩy EVFTA trong giai đoạn 2020 – 9T2021

NAF nắm giữ 7% thị phần chanh leo cô đặc toàn cầu nhờ tự phát triển giống cây chanh leo và chuỗi vùng nguyên liệu – nhà máy chế biến hiện đại

Nafoods Group hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và xuất khẩu các loại sản phẩm nước ép trái cây, sản phẩm rau củ quả đông lạnh, trái cây tươi, các sản phẩm giá trị gia tăng và sản xuất kinh doanh giống cây trồng, vật tư nông nghiệp. Theo báo cáo của doanh nghiệp, năm 2020 NAF đang là nhà sản xuất dịch chanh leo cô đặc lớn nhất tại Việt Nam với 80% thị phần trong nước và chiếm 7% thị phần chanh leo cô đặc toàn cầu (Thị phần do doanh nghiệp công bố). NAF giữ được ưu thế cạnh tranh nhờ kiểm soát được hai khâu quan trọng nhất trong chuỗi giá trị của cây chanh leo đó là cây giống và vùng nguyên liệu với 2 trung tâm phát triển giống cây chanh leo có công suất 8 triệu cây/năm và hơn 30,000ha vùng nguyên liệu đạt chuẩn GLOBAL G.A.P. tại Việt Nam, Lào và Campuchia. Bên cạnh chanh leo là sản phẩm truyền thống, NAF còn chế biến, xuất khẩu xoài, thanh long, cam và hạt điều với chủng loại sản phẩm đa dạng gồm tươi, đông lạnh, sấy khô và sấy dẻo. Năm 2020, NAF xử lý khoảng 200,000 tấn hoa quả, sản xuất 20,000 tấn sản phẩm từ 40 loại hoa quả - củ thỏa các điều kiện nhập khẩu của các khu vực khó tính nhất và xuất khẩu đi 70 quốc gia trên khắp các châu lục.

Hình 1. NAF có khả năng chế biến sản phẩm hoa quả đa dạng



Hình 2. Năng lực chế biến hoa quả hàng đầu Việt Nam nhờ hệ thống 10 vùng nguyên liệu và 6 nhà máy chế biến hoa quả hiện đại

Vùng nguyên liệu			Nhà máy chế biến		
Loại quả	Diện tích	Đơn vị	Sản phẩm	Công suất	Đơn vị
Chanh leo	8,700	Héc ta	Nước ép cô đặc	12,000	Tấn/năm
Thanh long	20,000	Héc ta	Hoa quả đông lạnh	8,000	Tấn/năm
Dừa	10,000	Héc ta	Sấy dẻo	600	Tấn/năm
Chuối	10,950	Héc ta	Trái cây tươi	110,000	Tấn/năm
Giống cây	6	Héc ta	Giống cây	8,000	'000 cây/năm
Tổng diện tích cây ăn trái	49,650	Héc ta	Tổng công suất SP chế biến	20,600	Tấn/năm

Nguồn: Nafoods Group

Hình 3. Một góc trong dây chuyền sản xuất nước ép trái cây cô đặc của NAF phục vụ xuất khẩu



Nguồn: Nafoods Group

Hình 4. Sản phẩm của NAF thỏa mãn yêu cầu kỹ thuật của những thị trường khắt khe nhất



Nguồn: Nafoods Groups

Doanh thu tăng trưởng cao trong đại dịch nhờ chất xúc tác EVFTA

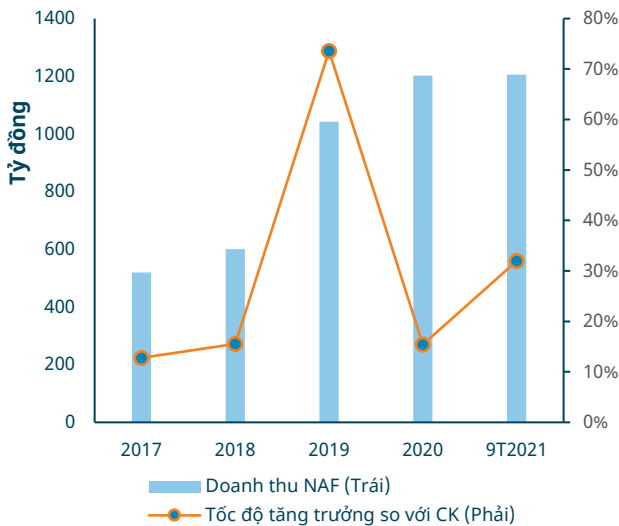
Tổng giá trị xuất khẩu hoa quả (HSCODE 0810) và nước ép hoa quả (HSCODE 2090) của Việt Nam đạt lần lượt 1,4 tỷ USD và 142 triệu USD năm 2020 với tốc độ tăng trưởng kép tương ứng 3% và 22% trong giai đoạn 2016-20. Trên thực tế, tốc độ tăng trưởng của xuất khẩu hoa quả Việt Nam đã có thể đạt cao hơn nếu không có tác động tiêu cực của đại dịch Covid-19. Trong lúc đó, NAF đạt tốc độ tăng trưởng kép doanh thu 27% trong cùng giai đoạn này, ghi nhận 1,203 tỷ đồng năm 2020. Điều đáng nói là NAF có thể duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong tất cả các giai đoạn, thậm chí năm trong năm 2020 doanh nghiệp ghi nhận doanh thu tăng trưởng 15% so với cùng kỳ, ngược lại với kết quả giảm 22% so với cùng kỳ của ngành.

Hiệp định EVFTA giữa Việt Nam và EU có hiệu lực từ 1/8/2020. Theo đó, các mặt hàng rau, quả xóa bỏ 100% dòng thuế xuất khẩu, vì vậy đã mở ra cơ hội lớn cho rau, quả Việt xuất khẩu vào thị trường này. Các sản phẩm được người tiêu dùng ưa chuộng và nhiều tiềm năng tại EU gồm: bơ, xoài và khoai lang và đặc biệt là chanh leo vì Việt Nam nằm trong top 10 nước xuất khẩu loại quả này lớn nhất thế giới. Phần lớn các dòng thuế EU cam kết xóa bỏ ngay hiện đều đang có mức thuế MFN trung bình là trên 10%, cá biệt có những sản phẩm rau quả đang chịu thuế trên 20%. Do đó, EVFTA đã tạo ra lợi thế lớn về giá cho rau, quả Việt Nam ở khu vực EU khi mà các đối thủ cạnh tranh khác là Trung Quốc, Thái Lan chưa có FTA với khu vực này.

NAF có thể duy trì tốc độ tăng trưởng cao như vậy là nhờ vào (1) doanh nghiệp đã đầu tư mở rộng danh mục sản phẩm và (2) khai thác được thế mạnh của EVFTA. Cụ thể, sản phẩm cốt lõi

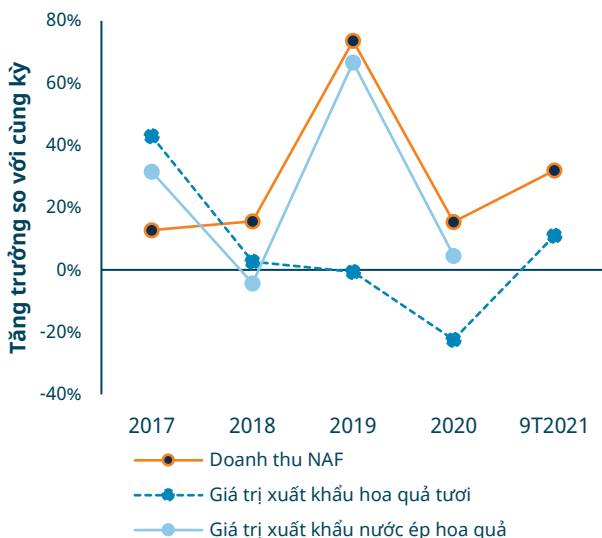
của NAF là nước chanh leo cô đặc tăng trưởng chậm trong cả giai đoạn 2016-20, chỉ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3,4% thì sự vươn lên của nhóm hàng mới là Puree có sự tăng trưởng kép 74% và IQF là 40% trong cùng giai đoạn. Không chỉ vậy, một nhóm sản phẩm mới được NAF đưa ra thị trường sau khi nhà máy Long An được xây dựng vào cuối năm 2018 đã nhanh chóng trở thành mảng kinh doanh lớn của công ty với tốc độ tăng trưởng kép CAGR 2018-2020 là 195%. Đặc biệt, giai đoạn 2020-9T2021 vô cùng thách thức đối với cả ngành hoa quả xuất khẩu nói chung cũng như NAF nói riêng khi cả thế giới, đặc biệt là khu vực châu Âu, Châu Mỹ phải đối mặt với đại dịch Covid-19. Tuy nhiên, nhờ thế mạnh của EVFTA và năng lực sản xuất các sản phẩm có tiêu chuẩn kỹ thuật cao mà NAF vẫn cho kết quả tăng trưởng doanh thu ấn tượng (2020 +15% so CK và 9T2021 +32% so CK) bất chấp việc tất cả các ngành nghề kinh doanh tại Việt Nam bị gián đoạn nghiêm trọng do ảnh hưởng của làn sóng Covid-19 thứ 4. Trong khi đó tổng giá trị xuất khẩu rau củ quả của Việt Nam năm 2020 giảm 20% so CK và trong 9T2021 tăng 11% từ mức thấp 9T2020.

Hình 5. NAF đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu 32% so CK trong 9T2021 bất chấp đại dịch



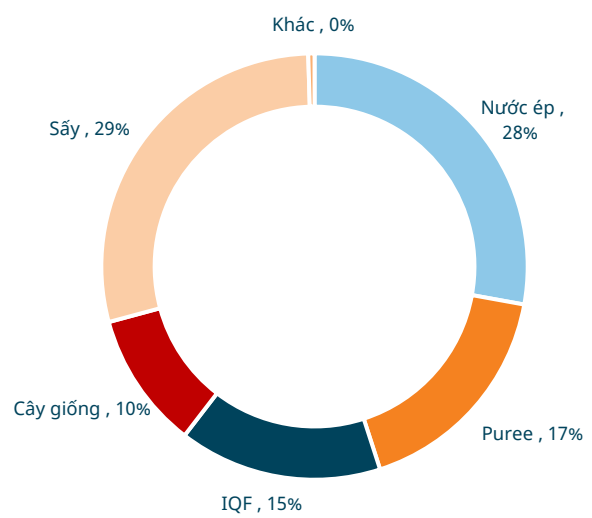
Nguồn: Nafoods Group

Hình 7. Doanh thu của NAF tăng trưởng vượt trội so với ngành trong giai đoạn 2017-9T2021



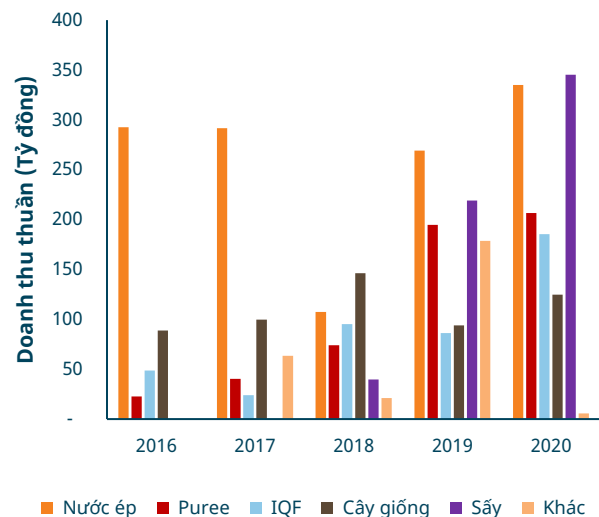
Nguồn: Nafoods Group

Hình 6. Nước ép trái cây cô đặc và hoa quả sấy dẻo là hai nguồn doanh thu lớn nhất của NAF (2020)



Nguồn: Nafoods Groups

Hình 8. Động lực của tăng trưởng là các nhóm sản phẩm mới, đặc biệt là Puree, IQF và sản phẩm sấy



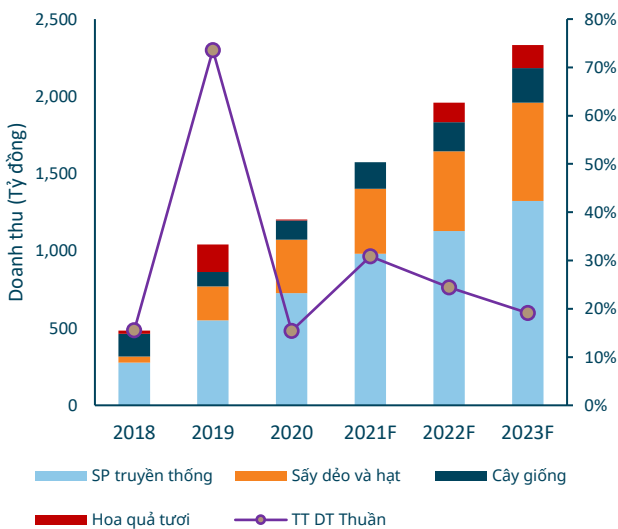
Nguồn: Nafoods Groups

Dự báo LNST tiếp tục tăng tốc trong năm 2022

2021: ước tính DT +30,9% so CK, LNST +32,1% so CK

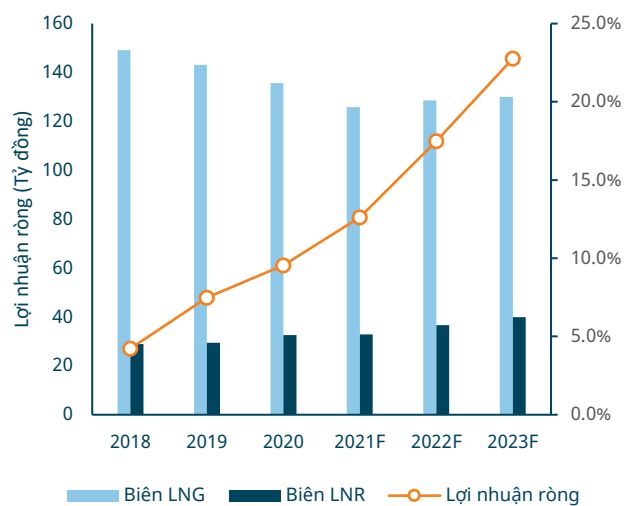
NAF đặt kế hoạch DT và LNR năm 2021 lần lượt là 1.500 tỷ (+25% so CK) và 76 tỷ (+24% so CK). Tuy nhiên, căn cứ KQKD 9T và các hợp đồng đã có sẵn, chúng tôi dự phóng NAF có thể đạt được doanh thu thuần 1.574 tỷ đồng (+30,9% so CK), tương đương vượt 5% kế hoạch năm. Biên LN hoạt động 2021 ước tính giảm 1,8 điểm phần trăm so với năm trước, xuống 7,5% chủ yếu do giá bán trung bình giảm và chi phí sản xuất trong kỳ tăng trong ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 tại Việt Nam. Lỗ từ hoạt động tài chính 2021 dự báo giảm mạnh xuống 23 tỷ đồng (từ 45 tỷ đồng CK) nhờ các khoản đầu tư vào công ty liên kết bắt đầu cho lợi nhuận. Kết quả, LNR 2021 dự phóng đạt 81 tỷ đồng, tăng 32,1% so CK, tương đương cao hơn 6% kế hoạch năm.

Hình 9. NAF được dự phóng đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu cao trong giai đoạn 2021-22



Nguồn: Nafoods Group

Hình 10. LNR tăng nhanh nhờ DT tăng trưởng và Biên LNG cải thiện



Nguồn: Nafoods Groups

2022: Lợi nhuận ròng dự báo đạt tăng trưởng +38.5% so CK

EVFTA tiếp tục chấp cánh cho nhóm sản phẩm truyền thống (Nước ép cô đặc, puree và IQF). Năm 2021, hoạt động nhập khẩu hoa quả của Châu Âu chỉ được nối lại từ cuối Q1. Do đó, năm 2022 doanh thu từ khu vực Châu Âu sẽ không bị gián đoạn bởi rủi ro các quốc gia buộc phải ngừng nhập khẩu do COVID-19. Trên cơ sở này, chúng tôi tin rằng nhóm sản phẩm truyền thống sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng doanh thu 15% so với CK trong năm 2022, đạt 1.128 tỷ đồng.

Thị trường Trung Quốc mở cửa sẽ nối lại mảng kinh doanh hoa quả tươi. Trung Quốc là thị trường nhập khẩu hoa quả tươi Việt Nam lớn nhất với thị phần khoảng 70%. Năm 2019 NAF xuất khẩu khoảng 200 container rau quả tươi và thu về khoảng 180 tỷ từ thị trường này trước khi có sự xuất hiện của đại dịch COVID-19. Năm 2020 và 2021, NAF không có doanh thu từ thị trường Trung Quốc do các rào cản kỹ thuật mà quốc gia này lập nên để phòng dịch. Tuy nhiên, với tốc độ phổ biến Vaccine chống Covid-19 của Việt Nam và Trung Quốc, chúng tôi tin rằng mảng xuất khẩu hoa quả của NAF qua thị trường láng giềng này sẽ được nối lại trong Q1/2022 và đạt doanh thu khoảng 125 tỷ đồng.

Cây giống chanh leo hứa hẹn tăng trưởng nhờ nhu cầu thế giới phục hồi. Doanh thu cây giống chanh leo của biến động cũng chiều với giá chanh leo và tốc độ phát triển vùng nguyên liệu chanh leo của NAF. Năm 2022 được dự báo là năm thế giới phục hồi trở lại trạng thái bình thường sau 2 năm chịu tác động nặng nề của đại dịch COVID-19. Với sự phục hồi này, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ chanh leo toàn cầu sẽ phục hồi trở lại mức trước đại dịch giúp giá nước ép chanh leo tiếp tục tăng so với mức thấp của năm 2021. Bên cạnh đó, NAF tiếp tục mở rộng vùng nguyên liệu chanh leo tại Lào và Campuchia cũng tạo thêm động lực cho mảng cây giống của công ty. Do đó, chúng tôi tin rằng NAF có thể tiêu thụ 2,4 triệu cây giống trong năm 2022 (+10% so CK) và đạt mức doanh thu 190 tỷ đồng.

Sản phẩm hoa quả sấy tiếp tục bứt phá nhờ phát triển thương hiệu riêng trong xu hướng cao cấp hóa. Thương hiệu hoa quả sấy Kingfoods được NAF phát triển từ đầu năm 2020 nhằm phát triển thị trường bền vững, giảm phụ thuộc vào các đơn hàng gia công xuất khẩu. Tính đến cuối Q3/2021, các sản phẩm thương hiệu Kingfoods đã chiếm 68% sản lượng tiêu thụ của nhóm sản phẩm sấy, đạt tốc độ tăng trưởng 231% so CK cho thấy chiến lược phát triển đúng đắn của NAF. Doanh thu của nhóm này được dự phóng tăng 23% so CK trong năm 2022, đạt 515 tỷ đồng

Biên LNG 2022 dự báo cải thiện nhẹ khi COVID-19 trở thành quá khứ. Bên cạnh giá xuất khẩu trung bình các sản phẩm hoa quả được kỳ vọng cải thiện trong năm 2022, chi phí sản xuất cũng được dự báo sẽ giảm nhẹ khi vaccine Covid-19 được phổ biến tại cả Việt Nam và các thị trường xuất khẩu. Do đó biên LNG của NAF được dự báo tăng nhẹ 0,4 điểm phần trăm lên mức 20,1% trong năm 2022. Nhờ vậy, biên LN ròng của NAF được kỳ vọng tăng nhẹ 0,6 điểm phần trăm lên 5,7% trong năm 2022, giúp LNR đạt 112 tỷ đồng, tăng trưởng 38,5% so CK.

EPS điều chỉnh dự phóng trong giai đoạn 2021-2023

Số cổ phiếu lưu hành bình quân trong kỳ: Hiện tại, tổng số cổ phiếu đã phát hành của NAF là 59,9 triệu, gồm 47,6 triệu cổ phiếu phổ thông và 12,4 triệu cổ phiếu ưu đãi (chuyển đổi và nhận phí cố định 10,9%/năm). NAF liên tục phát hành cổ phiếu ESOP tỉ lệ tối đa 5% tổng số CP đã phát hành trong các năm 2019-21. Do đó, chúng tôi giả định chương trình này sẽ tiếp tục được duy trì trong các năm 2022-23 để tính số cổ phiếu lưu hành bình quân nhận cổ tức trong kỳ.

Điều chỉnh LNR: Một khoản tương đương 10% LNST của NAF được trích lập quỹ KTPL và thù lao HDQT trong 2 năm gần nhất. Chúng tôi giả định chính sách này tiếp tục được duy trì trong giai đoạn 2021-23. Bên cạnh đó, NAF cũng phải chi trả 13,4 tỷ đồng mỗi năm (Cho tới 2024) chi phí cổ phiếu ưu đãi (bằng 10,9% giá trị cổ phiếu ưu đãi là 123.6 tỷ đồng).

Hình 11. EPS điều chỉnh 2022 dự phóng ở 1.942 đồng				
	2020	2021F	2022F	2023F
LN sau thuế (Tỷ đồng)	61	81	112	146
Quỹ khen thưởng & phúc lợi (Tỷ đồng)	3.1	4.0	5.6	7.3
<i>Tỉ lệ/LNST</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>
Thù lao hội đồng quản trị (Tỷ đồng)	3.1	4.0	5.6	7.3
<i>Tỉ lệ/LNST</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>
Chi phí cổ phiếu ưu đãi (Tỷ đồng)	13.4	13.4	13.4	13.4
<i>Giá trị cổ phiếu ưu đãi (Tỷ đồng)</i>	<i>124</i>	<i>124</i>	<i>124</i>	<i>124</i>
<i>Tỉ lệ/GT cổ phiếu ưu đãi</i>	<i>10.9%</i>	<i>10.9%</i>	<i>10.9%</i>	<i>10.9%</i>
LNST điều chỉnh (Tỷ đồng)	42	59	87	118
Số cổ phiếu phổ thông bình quân trong kỳ (Triệu CP)	45.6	48.3	53.7	56.4
EPS điều chỉnh (Đồng)	913	1,228	1,626	2,087

Nguồn: Nafoods Groups, MAS VN

Sức khỏe tài chính có xu hướng cải thiện

Dòng tiền là một điểm yếu của NAF. Năm 2019-20 là giai đoạn bùng nổ doanh thu của NAF với tốc độ tăng trưởng 2019 lên tới 73,6% trên cơ sở mở rộng sản phẩm kinh doanh và nâng cao công suất. Điều này dẫn đến việc NAF phải tăng bán chịu, giảm giá bán ... để mở rộng thị phần và hệ quả là biên lợi nhuận hoạt động giảm mạnh, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh âm. Đây là điều thường thấy ở thời kỳ đầu của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, sức khỏe tài chính của NAF đang có sự cải thiện rõ trong năm 2021. Chúng tôi dự phóng vòng quay tiền mặt của NAF sẽ giảm từ mức 146 ngày năm 2020 xuống còn 103 ngày trong năm 2021 và dần dần hạ xuống còn 78 ngày trong năm 2023. Hệ số thu nhập/vốn CSH sẽ cải thiện mạnh mẽ từ 8,2% năm 2020 lên 9,7% năm 2021 và tăng mạnh lên 13,4% vào năm 2023 nhờ tăng trưởng của cả doanh thu thuần và sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp.

Hình 12. Sức khỏe tài chính cải thiện					
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Dupont Analysis					
Tax burden (x)	0.91	0.94	0.85	0.85	0.86
Interest burden (x)	0.62	0.58	0.81	0.86	0.90
EBIT margin (%)	8.2%	9.3%	7.5%	7.8%	8.1%
Total assets turn over (x)	0.82	0.78	0.90	1.01	1.12
Leverage (x)	1.86	2.04	2.10	2.04	1.91
ROE	7.0%	8.2%	9.7%	11.8%	13.4%
Working Capital ratios					
Current ratio (x)	1.76	1.63	1.56	1.52	1.62
Quick ratio (x)	1.45	1.34	1.27	1.20	1.27
Cash ratio (x)	0.03	0.05	0.07	0.04	0.03
CCC	122	146	109	87	78
DIO	52	62	53	49	51
DSO	117	139	120	101	94
DPO	48	55	64	63	66
Cashflow ratios					
CFO to income (%)	-592%	64%	142%	75%	95%
CFO-to-revenue (%)	-27%	3%	7%	4%	6%
CFO return-on-assets (%)	-22%	3%	7%	4%	7%
CFO return-on-equity (%)	-42%	5%	14%	9%	13%

Nguồn: Nafoods Groups, MAS VN

Định giá và khuyến nghị

Hoa quả nhiệt đới vốn là một thế mạnh của Việt Nam. Tuy nhiên nông nghiệp sạch đạt chuẩn quốc tế mới chỉ được áp dụng trên một phạm vi nhỏ dẫn đến việc các sản phẩm hoa quả nhiệt đới của Việt Nam chưa được khai thác đúng giá trị tiềm năng. NAF là một trong những doanh nghiệp hàng đầu áp dụng công nghệ hiện đại để khai thác tối đa tiềm năng của chuỗi giá trị hoa quả sạch bản địa. Vì lý do này, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của NAF trong trung và dài hạn.

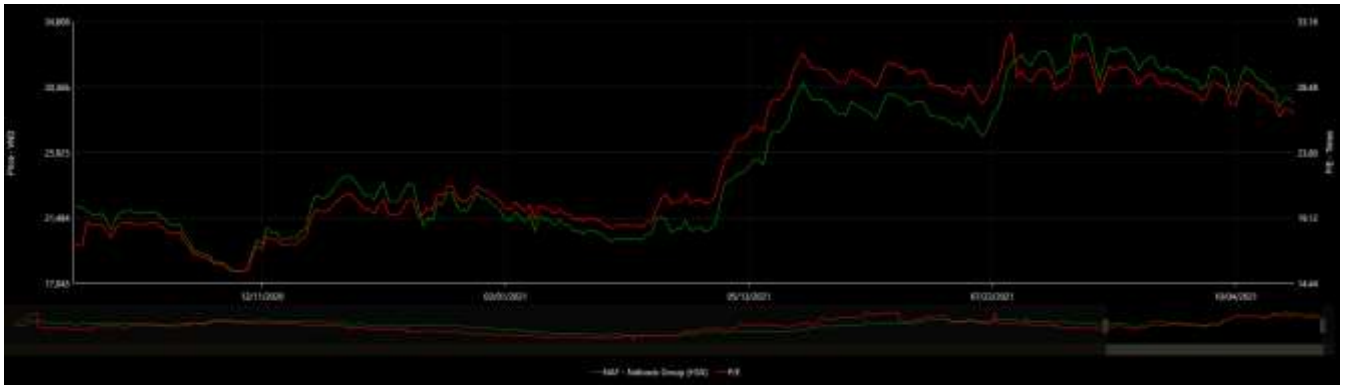
Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu NAF với giá mục tiêu trong 12 tháng là 35.800 đồng. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp P/E với hệ số 22.0x áp dụng trên EPS điều chỉnh 2022. Hiện tại, cổ phiếu đang được giao dịch ở mức P/E TTM cơ bản là 20.5x, tương ứng với P/E cơ bản forward 2022 là 17,3x.

Hình 13. Mô hình định giá P/E

	Giá trị	Đơn vị
EPS điều chỉnh 2022	1.626	Đồng
P/E mục tiêu 2022	22.0	X
Giá trị hợp lý	35.767	Đồng
Giá mục tiêu cổ phiếu NAF 12 tháng	35,800	Đồng

Nguồn: MAS VN

Hình 14. Lịch sử định giá cổ phiếu NAF 12 tháng



Nguồn: Finpro

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,203	1,574	1,958	2,333
Giá vốn hàng bán	(948)	(1,264)	(1,565)	(1,859)
Lợi nhuận gộp	255	309	393	474
CP Bán hàng và QLDN	(144)	(192)	(240)	(286)
Lợi nhuận hoạt động	111	118	154	188
Lợi nhuận khác	(46)	(23)	(22)	(19)
Lợi nhuận trước thuế	65	95	131	169
CP thuế	(4)	(14)	(19)	(24)
Lợi nhuận sau thuế	61	81	112	146
Lợi nhuận ròng	42	59	87	118

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2020F	2021F	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	972	1,020	1,121	1,291
Tiền	27	49	30	23
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Phải thu ngắn hạn	517	519	568	630
Tồn kho	176	189	235	280
Khác	253	262	287	357
Tài sản dài hạn	560	730	809	790
Đầu tư liên kết liên doanh	145	176	176	176
Tài sản cố định hữu hình	316	428	508	491
Tài sản dài hạn khác	99	126	125	123
Tổng tài sản	1,533	1,750	1,930	2,081
Nợ ngắn hạn	595	655	736	797
Phải trả ngắn hạn	203	242	301	373
Vay nợ ngắn hạn	339	346	352	327
Nợ ngắn hạn khác	53	67	83	97
Nợ dài hạn	188	261	248	194
Nợ vay dài hạn	186	216	203	190
Nợ dài hạn khác	2	45	45	3
Tổng nợ	782	916	984	991
Vốn chủ sở hữu	750	833	946	1,090
Vốn góp chủ sở hữu	476	499	524	551
Vốn góp ưu đãi	124	124	124	124
Lợi nhuận giữ lại	61	121	208	326
Khác	90	90	90	90
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	1	1	1
Tổng nguồn vốn	1,533	1,750	1,930	2,081

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Tỷ đồng	2020F	2021F	2022F	2023F
LNTT	65	95	131	169
Khấu hao và phân bổ	23	31	41	53
Điều chỉnh khác	2	(37)	(42)	(43)
LCT từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	90	89	131	180
TĐ TSNH không phải tiền mặt	(164)	(25)	(119)	(127)
TĐ VNH không phải nợ	113	51	72	85
LCT từ HĐKD	39	115	84	139
Đầu tư vào TSCĐ	(26)	(110)	(107)	(120)
TĐ đầu tư TC dài hạn	(64)	(30)	0	0
TĐ khác TSDH	5	0	0	0
LCT từ HĐ đầu tư	(85)	(140)	(107)	(120)
Phát hành CP	12	24	25	26
Mua lại CP	0	0	0	0
TĐ dư nợ	61	37	(6)	(39)
Trả cổ tức	(13)	(13)	(13)	(13)
LCT từ HĐ tài chính	59	47	5	(26)
LCT ròng trong kỳ	13	22	(18)	(7)
Số dư đầu kỳ	14	27	49	30
TĐ do quy đổi ngoại tệ	0	0	0	0
Tiền mặt cuối kỳ	27	49	30	23

Các chỉ số chính

	2020F	2021F	2022F	2023F
EPS Điều chỉnh (VND)	913	1,228	1,626	2,087
Giá trị sổ sách/CP (VND)	15,771	16,480	17,606	19,319
Nợ ròng/CP (VND)	11,034	11,112	10,340	9,164
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức	0%	0%	0%	0%
Tăng trưởng doanh thu	15%	31%	24%	19%
Tăng trưởng EBITDA	31%	6%	31%	23%
Tăng trưởng LN hoạt động	31%	6%	31%	23%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	24%	35%	32%	28%
Vòng quay phải thu (x)	2.3	3.0	3.4	3.7
Vòng quay hàng tồn kho (x)	5.4	6.7	6.7	6.6
Vòng quay phải trả (x)	5.9	6.5	6.5	6.3
ROA	4.0%	4.6%	5.8%	7.0%
ROE	8.2%	9.7%	11.8%	13.4%

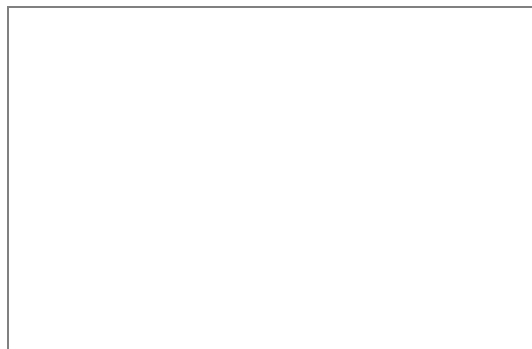
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
Công ty cổ phần Nafoods Group	26/10/2021	MUA	35.800



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (▬), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the “Analysts”) are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst’s area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road,
Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336